

2023年04月27日

# 扣非归母净利超预期，收入突破百亿

## 新乳业(002946)

评级:	买入	股票代码:	002946
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	17.98/9.94
目标价格:		总市值(亿)	145.67
最新收盘价:	16.61	自由流通市值(亿)	142.11
		自由流通股数(百万)	845.36

### 事件概述

公司发布 2022 年年报及 23 年一季报，22 年实现营业总收入 100.1 亿元，同比+11.6%；归母净利 3.6 亿元，同比+15.8%；扣非归母净利 2.9 亿元，同比+14.9%。其中 22Q4 实现营业总收入 25.3 亿元，同比+9.0%；归母净利 0.5 亿元，同比-8.8%；扣非归母净利 0.5 亿元，同比+31.7%。23Q1 实现营业总收入 25.2 亿元，同比+8.8%；归母净利 0.6 亿元，同比+40.6%；扣非归母净利 0.7 亿元，同比+115.6%。扣非归母净利超市场预期，收入、净利润符合市场预期。

### 分析判断:

#### ► 22 年顺利收官突破百亿，23Q1 维持良性增长

分产品来看，22 年液体乳/奶粉/其他分别实现收入 87.76/0.71 亿元/11.59 亿元，分别同比+5.7%/-2.9%/+95.6%，在主营业务支撑下 22 年顺利收官，并且营业收入突破百亿。分区域来看，22 年西南/华东/华北/西北/其他分别实现收入 37.24/28.82/7.98/14.38/11.66 亿元，分别同比 +3.1%/+31.5%/-7.8%/+0.5%/+34.4%。西南市场作为公司大本营维持稳定增长；华东区域我们判断在 22 年疫情期间唯品和双峰率先开展保供团购短时间内保障业务的同时，对以上海为首的华东区域进行了消费者品牌教育和渠道深耕，因此华东区域 22 年实现较高增速增长；西北地区持续疫情修复态势基本保持稳定。22 年末西南/华东/华北/西北/华中/其他地区经销商数量分别 1054/958/271/301/439/238 家，分别同比-309/-206/-163/-23/+28/-35 家，我们判断主因公司优化经销商结构，并增加直销渠道占比导致，22 年直销渠道占比 50.7%同比+3.5pct。分子公司看，西川乳业/昆明雪兰/寰美乳业分别实现收入 16.35/11.72/18.70 亿元，分别同比+1.4%/-3.4%/6.7%，青岛琴牌/唯品乳业分别实现收入 9.94/6.37 亿元。

23Q1 营业收入同比+8.8%，我们判断公司主营业务（液态奶+奶粉）收入增速超过整体，其中鲜奶收入增速超过主营业务增速，考虑到春节时间早提前备货和经济及疫情恢复初期，我们认为 23Q1 公司成绩较为显著。预计随着动销的逐渐恢复，季度环比有望持续修复。

#### ► 22 年主营业务毛利率提升，23Q1 产品结构优化预计继续拉动盈利能力向上

22 年毛利率 24.0%，同比-0.5pct；其中液体乳毛利率 26.1%，同比+1.3pct，保持稳步提升；整体毛利率略有下滑主因直销毛利率 29.2%同比-2.5pct，我们判断主因公司优化经销商结构并增加直销渠道占比，调整期导致短期直销毛利率略有波动。22 年销售/管理/财务费用分别 13.6%/4.7%/1.5%，分别同比-0.4/-0.8/+0.2pct，销售费用率基本保持稳定，管理费用率随着“全面预算管理深化”略有下降，财务费用率上升预计主因境外融资成本提升及汇兑损益增加导致，整体费用率稳中有降。毛利率下滑导致 22 年净利率 3.6%，同比-0.2pct，略有下滑。22 年四川乳业/昆明雪兰/寰美乳业净利率分别 6.3%/2.7%/8.3%，分别同比+0.3/-1.3/+0.9pct，青岛琴牌/唯品乳业净利率分别 5.1%/6.8%，核心子公司净利率基本保持较高水平，昆明雪兰净利率下滑我们判断主因 22 年处于核心品鲜奶在云南的连锁渠道打通过程中，预计 23 年持续恢复逐渐释放利润。

23Q1 毛利率 27.1%，同比+3.1pct，我们判断主因 1) 根据中国奶业协会的数据 23Q1 生鲜乳平均价同比-4.5%，原奶成本有比较明显的下降；2) 公司产品结构提升，我们认为毛利率较高的液态奶，尤其是鲜奶占比进一步提升。23Q1 销售/管理/财务费用分别 15.5%/4.9%/1.6%，分别同比+0.9%/-0.8%/+0.2%，销售费用率提升预计主因公司增加了品牌投放，同时直销占比提升也增加了广告等推广费用；管理费用率略降的趋势；财务费用率

提升预计主因境外融资成本提升及汇兑损益增加导致，整体费用率基本保持稳定。毛利率提升带动 23Q1 净利率 2.5%，同比+0.5pct，拉动盈利能力向上。

### ► 核心“鲜”立方战略引领，迈入五年发展新征程

2023 年迈入新的五年发展战略。战略端，继续深化对“鲜立方”战略理念的精准把握；产品端，加大研发投入，加速产品迭代和产品创新以低温鲜奶和特色酸奶为核心重点品类，进一步优化产品结构，提升低温产品和新品的收入占比；渠道端，将“D2C”业务作为渠道增长的第一引擎，重点发展远场电商、订奶入户、形象店和自主征订等业务，提升直达消费者的用户运营能力；费用端，加大品牌投入，强化“新鲜、新潮、新科技”的品牌调性，“全面预算管理深化”项目落地并于 2023 年开始应用，推动公司战略先行、资源清晰、目标明确、过程可控、绩效匹配的闭环绩效管理体系优化，促进费用率优化提高费效比。综上，我们看好公司新五年发展战略下收入持续稳定提高，和在产品结构提升及费用优化下的业绩释放。

### 投资建议

根据公司年报调整盈利预测，23-24 年营业收入由 118.2/139.2 亿元调整至 118.9/139.5 亿元，新增 25 年营业收入 162.8 亿元；23-24 年归母净利润 4.9/7.0 亿元下调至 4.8/6.4 亿元，新增 25 年归母净利润 8.2 亿元；23-24 年 EPS 0.57/0.81 元下调至 0.56/0.74 元，新增 25 年 EPS 0.94 元，2023 年 4 月 27 日收盘价 16.61 元对应 P/E 分别为 30/22/18 倍。维持“买入”评级。

### 风险提示

经济复苏情况不及预期，新品上市不及预期，市场竞争加剧，食品安全问题等

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,967	10,006	11,892	13,947	16,279
YoY (%)	32.9%	11.6%	18.8%	17.3%	16.7%
归母净利润(百万元)	312	362	483	642	819
YoY (%)	15.2%	15.8%	33.6%	33.1%	27.4%
毛利率 (%)	24.6%	24.0%	25.3%	25.7%	26.0%
每股收益 (元)	0.36	0.42	0.56	0.74	0.94
ROE	11.8%	14.4%	16.6%	18.8%	20.1%
市盈率	46.14	39.55	29.81	22.40	17.58

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

联系人：王厚

邮箱：[wanghou@hx168.com.cn](mailto:wanghou@hx168.com.cn)

SAC NO:

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	10,006	11,892	13,947	16,279	净利润	362	493	652	829
YoY (%)	11.6%	18.8%	17.3%	16.7%	折旧和摊销	482	317	334	352
营业成本	7,601	8,883	10,367	12,048	营运资金变动	57	131	-29	-22
营业税金及附加	46	59	70	81	经营活动现金流	1,034	881	898	1,099
销售费用	1,357	1,629	1,869	2,149	资本开支	-630	-757	-669	-691
管理费用	470	595	697	814	投资	-54	0	0	0
财务费用	148	178	209	244	投资活动现金流	-653	-707	-619	-641
研发费用	48	59	70	81	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	-26	30	30	30
投资收益	52	50	50	50	筹资活动现金流	-469	-65	-98	-135
营业利润	403	538	715	911	现金净流量	-86	109	180	323
营业外收支	3	10	10	10					
利润总额	406	548	725	921	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	44	55	72	92	<b>成长能力</b>				
净利润	362	493	652	829	营业收入增长率	11.6%	18.8%	17.3%	16.7%
归属于母公司净利润	362	483	642	819	净利润增长率	15.8%	33.6%	33.1%	27.4%
YoY (%)	15.8%	33.6%	33.1%	27.4%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.42	0.56	0.74	0.94	毛利率	24.0%	25.3%	25.7%	26.0%
					净利率	3.6%	4.1%	4.6%	5.0%
					总资产收益率 ROA	3.8%	4.7%	5.9%	7.0%
					净资产收益率 ROE	14.4%	16.6%	18.8%	20.1%
					<b>偿债能力</b>				
					流动比率	0.50	0.53	0.59	0.67
					速动比率	0.27	0.29	0.34	0.41
					现金比率	0.12	0.13	0.17	0.23
					资产负债率	71.9%	69.9%	67.2%	63.9%
					<b>经营效率</b>				
					总资产周转率	1.05	1.21	1.32	1.43
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.42	0.56	0.74	0.94
					每股净资产	2.91	3.35	3.95	4.70
					每股经营现金流	1.19	1.02	1.04	1.27
					每股股利	0.09	0.11	0.15	0.19
					<b>估值分析</b>				
					PE	39.55	29.81	22.40	17.58
					PB	4.55	5.01	4.26	3.57

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

**寇星：**华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

**任从尧：**11年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

**卢周伟：**华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

**王厚：**华西证券食品饮料行业研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

**吴越：**华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2年苏酒渠道公司销售工作经历，2022年加入华西证券研究所。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。